Mise à jour trimestrielle : T1 2025

Début avril 2025, le président Donald Trump a annoncé des mesures tarifaires importantes visant à corriger les déséquilibres commerciaux et à protéger les industries américaines. Ces mesures incluent une taxe de 10 % sur toutes les importations, en vigueur à partir du 5 avril 2025, ainsi que des droits de douane plus élevés ciblant certains pays, notamment une taxe de 20 % sur les importations en provenance de l'Union européenne et une taxe de 34 % sur les produits chinois, portant le total des droits de douane sur la Chine à 54 %.

IMPACT SUR L'ÉCONOMIE MONDIALE:

La mise en œuvre de ces droits de douane a suscité des inquiétudes chez les économistes concernant de possibles perturbations du commerce mondial, une hausse de l'inflation, et un risque accru de récession.

L'Union européenne a proposé un accord de type **"zéro contre zéro"** pour éliminer les droits de douane sur les produits industriels, dans le but d'apaiser les tensions. Cependant, l'administration américaine a indiqué que l'UE devrait également traiter les **barrières non tarifaires** pour que les négociations puissent avancer.

Au 7 avril, le président Trump a également menacé d'imposer des taxes supplémentaires de **50 %** sur les importations chinoises à moins que la Chine retire ses mesures de rétorsion contre les précédents droits de douane américains.

IMPACT SUR LES MARCHÉS FINANCIERS:

Actions: Suite aux annonces tarifaires, le S&P 500 a chuté de 10,7 % entre le 3 et le 7 avril, entraînant une perte d'environ 7 000 milliards de dollars en capitalisation boursière. Les marchés américains se sont stabilisés lundi, les principaux indices clôturant à l'équilibre. Toutefois, la volatilité persistante des marchés et l'incertitude politique pourraient perdurer dans les mois à venir. Les marchés émergents ont également été sous pression, notamment l'indice Hang Seng de Hong Kong, qui a perdu 13 % en une journée, sa pire performance depuis 1997.

Obligations: Les spreads de crédit se sont nettement élargis en raison des craintes d'une guerre commerciale. Les spreads (différentiels de rendement) des obligations émises par des entreprises au bilan solide se sont écartés un peu, passant de 90 points de base (0.9%) à 115 en général, tandis que les spreads des obligations d'entreprises au bilan de moindre qualité (high yield) ont atteint leur plus haut niveau depuis le 2ème trimestre 2023. Ces spreads des obligations d'entreprises américaines à haut rendement ont grimpé autour de 460 points de base par rapport aux obligations de l'Etat Américain.

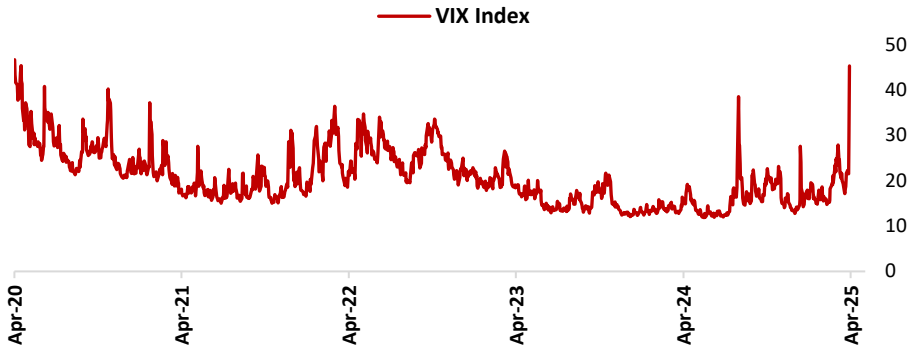
VOLATILITÉ DU MARCHÉ:

Les mesures tarifaires ont provoqué une forte volatilité sur les marchés financiers mondiaux. L'indice VIX est monté au-dessus de 45, son plus haut niveau depuis avril 2020, reflétant l'augmentation de l'incertitude chez les investisseurs. Cette envolée de la volatilité traduit une nervosité accrue et des anticipations de turbulences prolongées sur les marchés.

Les annonces tarifaires du président Trump en avril 2025 pourraient avoir des conséquences significatives sur l'économie mondiale et les marchés financiers – à moins qu'elles ne soient utilisées comme levier de négociation pour conclure des accords commerciaux satisfaisant les intérêts américains.

Enfin, le dollar américain s'est légèrement replié par rapport aux principales devises mondiales depuis le début du trimestre. L'or, quant à lui, a partiellement inversé sa hausse au profit du franc suisse, autre valeur refuge avec laquelle il affiche une corrélation négative depuis plusieurs années, les investisseurs cherchant à se diversifier hors du dollar, principale devise de cotation de l'or.

Le pétrole (WTI et Brent) est le grand perdant du deuxième trimestre, ayant chuté de 10 dollars en quelques jours sous l'effet des craintes que les droits de douane ne ralentissent la croissance mondiale, affaiblissent la demande chinoise, soient accentués par l'adoption rapide des véhicules électriques par les ménages chinois et par le manque de discipline des membres de l'OPEP face aux objectifs de production.

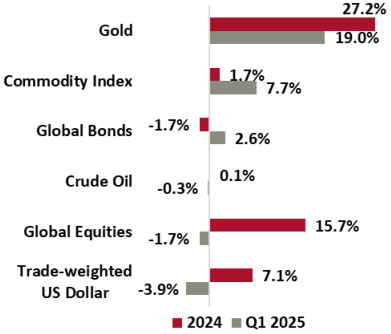


Source: MCB PWM, Bloomberg

APERÇU DES CLASSES D'ACTIFS

L'année 2025 a débuté de manière hésitante. Les inquiétudes liées à la croissance mondiale ont refait surface après que l'administration Trump a réintroduit des droits de douane, tandis que la Banque Centrale américaine (FED) a signalé une approche plus mesurée concernant sa stratégie sur les baisses de taux. Les marchés ont été impactés par plusieurs développements majeurs: 1) un fort regain d'intérêt liées aux entreprises dont la productivité pourrait bénéficier de l'Intelligence Artificielle (IA) suite au lancement de DeepSeek en Chine ; 2) le plan de relance d'un montant de 500 milliards d'Euros dans les infrastructures en Allemagne, ainsi que des dépenses massives de réarmement ; 3) la montée des tensions géopolitiques et commerciales.

Performance des Class d'Actifs



Source: MCB PWM, Bloomberg

En conséquence, les actions mondiales (indice MSCI ACWI) ont reculé de 1,7 %, traduisant l'approche plus prudente des investisseurs. D'un autre côté, les obligations mondiales (indice Bloomberg Global Corporate Bond) ont progressé de 2,6 %, soutenues par la baisse des rendements américains dans un contexte d'incertitude.

Les matières premières ont tiré leur épingle du jeu. L'indice Bloomberg Matières Premières a grimpé de 7,7 %, mené par l'or, en hausse de 19 % grâce à une forte demande des banques centrales et aux incertitudes liées à la volatilité des marchés. Le pétrole est resté stable (-0,3 %), les craintes géopolitiques et de fait une croissance plus modérée compensant une baisse de la production.

Le dollar américain contre un papier des principales devises mondiales s'est affaibli de 4,6 % au cours du trimestre, avec une baisse marquée de 3 % en mars, alimentée par les inquiétudes concernant l'impact économique des nouveaux droits de douane.

PERSPECTIVES DES MARCHÉS / POSITIONNEMENT DE PORTFEUILLE

Dans l'ensemble nous conservons une position neutre sur les actions. Le soutien des banques centrales et la croissance positive des bénéfices des entreprises supportent les marchés, mais les récents droits de douane américains, les risques persistants d'inflation, le ralentissement de la croissance du PIB et l'intensification des tensions géopolitiques suggèrent un potentiel de volatilité renouvelée.

ACTIONS: Notre opinion sur les actions américaines est passée à neutre. Les récentes données économiques montrent des signes de ralentissement, ravivant les craintes de récession. Bien que les anticipations de deux baisses de taux par la Fed et une solide croissance des bénéfices des entreprises américaines (15 % prévue pour 2025) restent favorables, les nouveaux droits de douane introduisent une plus grande incertitude. L'impact sur la croissance est encore en cours d'évaluation, certains économistes ayant déjà révisé leurs objectifs de croissance du PIB à la baisse. Les prochaines données d'inflation seront très importantes afin que la FED détermine sa politique monétaire.

Le marché US est devenu très homogène et la croissance de ses indices boursiers ne dépend quasi plus uniquement des « Magnificent 7 » ou les plus grosses entreprises de la tech, ce qui profite à notre positionnement. Nous restons surpondérés sur les entreprises actives dans les secteurs de la Finance, de la Santé et de l'Industrie, et sous-pondérés dans les Technologies et les Services de Communication, où le sentiment s'est affaibli, notamment autour des actions liées à l'IA.

Malgré les soucis à court terme, nous estimons que l'économie américaine reste fondamentalement résiliente. De potentielles réformes fiscales et baisses d'impôts plus tard dans l'année pourraient apporter un soutien supplémentaire à cette dernière. Toutefois, nous surveillons de près l'impact des droits de douane et la volatilité du secteur de l'IA sur les bénéfices des entreprises en général et d'outre-Atlantique en particulier.

Nous devenons plus positifs concernant les actions européennes. Le changement fiscal historique de l'Allemagne, l'augmentation des dépenses de défense à l'échelle de l'UE et les signes timides de progrès dans le conflit Russie-Ukraine offrent un contexte plus constructif. Ces développements, combinés à des valorisations de marché attractives, nous incitent à considérer une exposition plus importante au Vieux Continent. Nous restons néanmoins prudents face aux potentielles conséquences des droits de douane américains, en particulier sur les secteurs clés d'exportation européens tels que l'automobile et l'industrie.

Nous restons surpondérés sur les actions japonaises. Une solide progression des salaires, une consommation robuste et des fondamentaux d'entreprise en amélioration continuent de soutenir le marché. La Banque Centrale du Japon devrait procéder à une nouvelle hausse de taux dans le cadre d'une normalisation graduelle de sa politique. Parallèlement, les réformes, l'activité soutenue de rachats d'actions et des bénéfices stables constituent des moteurs positifs. Nous restons toutefois attentifs aux risques à court terme, notamment l'appréciation du yen, les élections à venir et les droits de douane réciproques imposés par les États-Unis, qui pourraient impacter le sentiment.

Nous sommes également neutres sur les actions chinoises. Le lancement de DeepSeek et le soutien renouvelé du gouvernement à l'innovation technologique privée sont des signes encourageants. Les mesures de relance récentes, y compris un plan d'action spécial visant à stimuler la consommation, ont contribué à améliorer le moral des investisseurs. Cependant, l'escalade des tensions sino-américaines et une nouvelle vague de droits de douane continuent de représenter des risques baissiers. Nous conservons une posture prudente dans l'attente d'une plus grande clarté sur les politiques économiques et l'évolution géopolitique.

OBLIGATION:

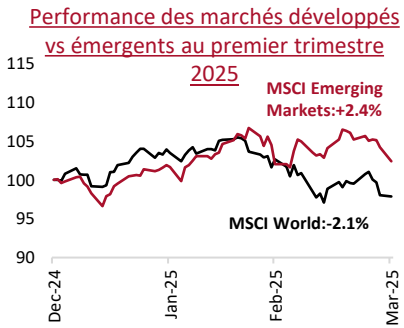
À la suite de l'annonce par les Etats-Unis des « droits de douane réciproques » les rendements des obligations gouvernementales ont baissé à l'échelle mondiale, les taux des bons du Trésor américain reculant sur l'ensemble des maturités. Les anticipations de baisses de taux de la banque centrale Américaine ont été revues à la hausse, passant de 2 à 5 réductions attendues, ce qui impliquerait un taux directeur de la Fed à 3 % d'ici la fin de 2025, en raison de craintes accrues sur l'impact des mesures commerciales sur la croissance économique.

Sur les marchés d'obligations émises par les entreprises, les écarts de rendement se sont élargis par rapport aux obligations des obligations émises par le gouvernement Américain, en particulier dans le segment des obligations à haut rendement (High Yield), tout en restant inférieurs à leurs niveaux moyens historiques.

À ce stade, le marché continue de réévaluer les implications potentielles des politiques de Trump. L'environnement politique incertain, le risque accru de récession et celui d'une inflation plus élevée due à l'imposition de nouveaux droits de douane constituent les principales préoccupations. Nous restons donc très prudents, privilégiant les obligations de haute qualité et les maturités relativement courtes, tant dans l'Investment Grade que dans le High Yield, tout en demeurant très sélectifs dans ce dernier segment.

ACTIONS MONDIALES

Les marchés émergents ont débuté l'année 2025 sur une note positive, avec un gain de 2,4 % pour l'indice MSCI marches émergents au premier trimestre. En revanche, les marchés développés (MSCI World) ont reculé de 2,1 %, principalement en raison de la forte sous-performance des actions américaines, sur fond de tensions commerciales renouvelées et de signes de ralentissement économique.



Source: MCB PWM, Bloomberg

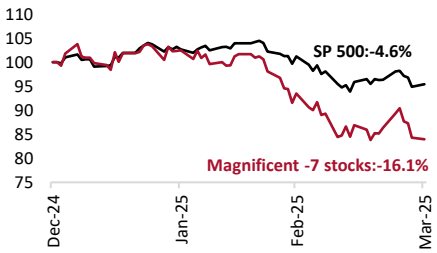
À l'inverse, le sentiment sur les marchés émergents s'est montré plus résistant, porté en grande partie par un rebond marqué de la Chine, principal moteur du rebond des actions de cette zone géographique.

États-Unis: Les actions américaines ont connu un premier trimestre 2025 volatile et finalement décevant, enregistrant une sous-performance marquée par rapport aux autres grandes régions. L'indice S&P 500 a reculé de 4,6 %, sa pire performance trimestrielle depuis le troisième trimestre 2022, tandis que le Nasdaq a chuté de plus de 10 %, pénalisé par une correction brutale des secteurs technologiques et des communications.

Les actions des « Magnifient 7 », qui avaient porté la hausse des marchés en 2023 et 2024, ont été impacté, avec un repli collectif de 15 %.

Cette correction s'explique par des valorisations excessives, des prises de bénéfices et une vague de ventes d'investisseurs, provoquant une rotation vers des marchés et secteurs plus raisonnablement valorisés.
Pendant ce temps, la Fed a maintenu ses taux inchangés, avec un ton prudent adopté par son président Jerôme Powell, tempérant les attentes de baisses de taux à court terme. L'inflation est restée persistante, et l'impact économique des droits de douane a encore compliqué la politique monétaire de la FED.

Performance de SP 500 vs Magnificent 7 stocks: au premier trimestre



Source: MCB PWM, Bloomberg

SP500 Sectors	Q1 2025	2024
Energy	9.3%	2.3%
Healthcare	6.1%	0.9%
Cons. Staples	4.6%	12.0%
Utilities	4.1%	19.6%
Financials	3.1%	28.4%
Real Estate	2.7%	1.7%
Materials	2.3%	-1.8%
Industrials	-0.5%	15.6%
Comm. Services	-6.4%	38.9%
Info. Tech	-12.8%	35.7%
Cons. Discretionary	-14.0%	29.1%

Source: MCB PWM, Bloomberg

Malgré la baisse globale des indices, 7 des 11 secteurs du S&P 500 ont affiché des gains. L'énergie s'est démarquée avec une progression de 9,3 %, portée par les tensions géopolitiques et une demande résiliente. À l'opposé, les secteurs de la consommation discrétionnaire (-14,0 %) et de la technologie (-12,8 %) ont fortement sous-performé, traduisant un retournement marqué du sentiment à l'égard des grandes capitalisations technologiques.

Performance des actions européennes au premier trimestre 2025

	Q1
Europe STOXX 600	5.2%
Germany DAX	11.3%
Italy FTSE MIB	11.3%
France CAC 40	5.6%

Source: MCB PWM, Bloomberg

Europe: Les actions européennes ont connu un fort rebond au premier trimestre 2025, soutenues par une croissance des bénéfices supérieure aux attentes au quatrième trimestre 2024 (+8,5 %) et un changement notable de cap budgétaire dans toute la région.

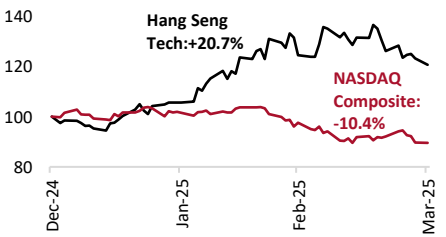
Le plan de relance de 500 milliards d'euros de l'Allemagne, conjugué à une hausse des dépenses de défense à l'échelle de l'UE, a dopé les anticipations de croissance et ravivé l'intérêt des investisseurs pour des secteurs sous-évalués.

Les secteurs financiers et de l'aéronautique/défense ont été les principaux moteurs de la performance, reflétant à la fois le virage macroéconomique et une dynamique thématique autour de la modernisation de l'infrastructure et de la sécurité.
Cependant, les marchés ont effacé une partie de leurs gains en mars, les inquiétudes concernant la politique commerciale américaine refaisant surface, notamment sur la possible imposition de droits de douane sur les exportations automobiles européennes.

L'indice allemand DAX s'est envolé de 15,8 % au premier trimestre, s'imposant comme l'un des meilleurs indices mondiaux. L'optimisme s'est renforcé autour du nouveau gouvernement dirigé par le chancelier Friedrich Merz, avec des attentes de politiques favorables à la croissance et de plans de dépenses historiques. Le rallye a été supporté par les valeurs industrielles, en particulier Rheinmetall AG, qui a bondi de 114,6 % grâce aux perspectives de réarmement à long terme.

Chine: Les actions chinoises ont enregistré un fort rebond, l'indice MSCI China progressant de 15,4 %, effaçant en partie les pertes de l'année précédente. La hausse a été menée par un rebond spectaculaire des valeurs technologiques, notamment après le lancement de DeepSeek, qui a ravivé l'optimisme autour des capacités de la Chine dans l'intelligence artificielle.

Hang Seng Tech vs Nasdaq Composite in Q1



Le sentiment des investisseurs a été renforcé par les signaux de soutien provenant des réunions des « Deux Sessions » et l'accent renouvelé du président Xi Jinping sur l'innovation du secteur privé et le leadership technologique. Par ailleurs, l'annonce de nouvelles mesures de relance, dont un plan d'action spécial pour stimuler la consommation intérieure, a renforcé les perspectives de croissance.

Japon: Les actions japonaises, mesurées par l'indice TOPIX, ont terminé le premier trimestre en baisse de 4,5 %. Le trimestre avait pourtant bien débuté, grâce à une hausse de taux de la BoJ à 0,5 % en janvier, qui a soutenu les valeurs financières. Les résultats d'entreprises étaient solides, avec des annonces de rachat d'actions et d'augmentations de dividendes. Toutefois, le sentiment est devenu plus prudent en fin de trimestre, les droits de douane sur les automobiles américaines et l'incertitude sur la politique commerciale pesant sur les exportateurs japonais. Le yen s'est apprécié de 3,8 %, passant de 156 en décembre à 150 fin mars, ajoutant une pression sur les résultats des entreprises.

MARCHÉS OBLIGATAIRES MONDIAUX

Après une fin d'année 2024 agitée, les obligations mondiales ont connu un rebond au premier trimestre 2025, enregistrant un rendement total positif de 2,6 %. Les obligations d'État américaines (+2,9 %) se sont démarquées avec les meilleures performances, dans un contexte de préoccupations croissantes concernant les perspectives de croissance mondiale.

PERFORMANCE OF GLOBAL BOND INDICES						
	Ccy	YIELD		TOTAL RETURNS		DURATION
		31 Dec 2024	31 Mar 2025	YTD	Q1 2025	years
Global Aggregate bonds	USD	3.7%	3.6%	2.6%	**2.6%**	6.5
U.S Treasury bonds	USD	4.5%	4.1%	2.9%	**2.9%**	6.0
U.S Investment Grade Corporate	USD	5.3%	5.1%	2.3%	**2.3%**	7.0
U.S High Yield Corporate	USD	7.5%	7.7%	1.0%	**1.0%**	3.5
Europe Investment Grade Corporate	EUR	3.2%	3.3%	0.0%	**0.0%**	8.2
Europe High Yield Corporate	EUR	5.7%	6.0%	0.6%	**0.6%**	3.0
Emerging Markets Aggregate	USD	6.7%	6.5%	2.3%	**2.3%**	6.2

Source: MCB PWM, Bloomberg

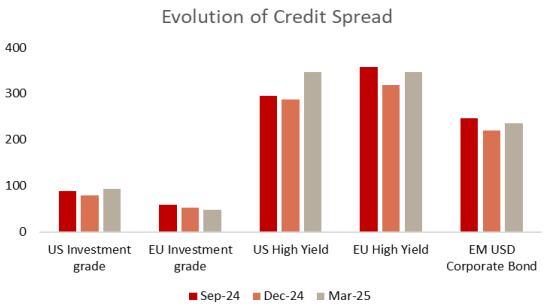
Les rendements des Bons du Trésor américain ont reculé à 4,1 %, entraînant un aplatissement de la courbe des taux et une performance positive pour les obligations à plus longue duration. Les obligations Investment Grade américaines (+2,3 %) ainsi que les obligations des marchés émergents (+2,3 %) ont également bénéficié de cette baisse des rendements. Les obligations High Yield aux États-Unis et en Europe ont enregistré des gains modestes, impactées par l'élargissement des écarts de rendement. Les obligations Investment Grade en euros ont affiché une performance stable, malgré une légère hausse des rendements liée à la décision de l'Allemagne de suspendre sa règle constitutionnelle de frein à l'endettement. Les investisseurs obligataires sont plus prudents.

CHANGEMENT DU SENTIMENT DE RISQUE

Les mouvements de spreads de crédit entre septembre 2024 et mars 2025 traduisent un sentiment de risque sur les marchés obligataires mondiaux. Les spreads Investment Grade américains se sont d'abord resserrés, passant de 89 pb en septembre à 80 pb en décembre, avant de s'écarter à 94 pb en mars, reflétant une réévaluation du risque de crédit des entreprises dans un environnement macroéconomique incertain.

À l'inverse, les spreads Investment Grade européens ont poursuivi le resserrement pour atteindre 49 pb, signalant un regain de confiance des investisseurs dans la solidité des bilans d'entreprises et dans une conjoncture économique plus résiliente.

Le segment High Yield a, quant à lui, été marqué par une volatilité notable, notamment aux États-Unis, où les spreads se sont élargis de 287 pb en décembre à 347 pb en mars, en raison de craintes accrues de défauts, de conditions de liquidité plus tendues ou d'un ralentissement économique.



Source: MCB PWM, Bloomberg

De même, en Europe, les spreads High Yield, après s'être resserrés à 318 pb, ont rebondi à 346 pb en mars, traduisant un regain d'aversion au risque.

Dans les marchés émergents, les spreads s'étaient resserrés au quatrième trimestre 2024 avant de remonter à 236 pb en mars, illustrant un sentiment volatile. Les grosses entreprises des marches émergents ont certes bénéficié de fondamentaux en amélioration, mais les inquiétudes générales sur l'économie ont conduit à un nouvel élargissement des spreads.

La tendance globale suggère un positionnement prudent des investisseurs.

Obligations d'entreprises

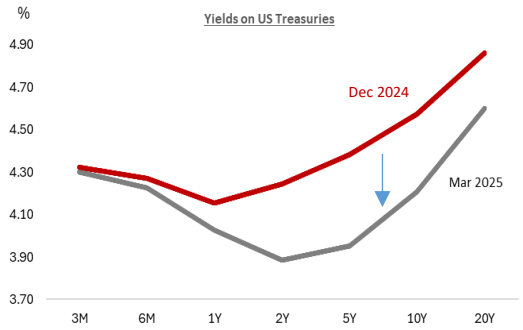
Les investisseurs ont procédé à un réajustement de leur exposition au risque sur les marchés du crédit, dans un contexte de persistance des vents contraires macroéconomiques.

Actions des Banques Centrales:

- **États-Unis** La Réserve fédérale a maintenu ses taux à 4,5 %, tandis que l'inflation a ralenti à 2,8 % en février. La croissance économique s'est toutefois modérée, passant de 3,1 % au T3 2024 à 2,4 % au T4.
- **Zone Euro:** La BCE a réduit ses taux de 25 points de base en mars, marquant ainsi sa sixième baisse depuis juin 2024. L'inflation a oscillé pour atteindre 2,3 % en février, tandis que la croissance du PIB reste faible, avec une prévision de 0,2 % au premier trimestre.
- **Royaume-Uni:** La Banque d'Angleterre a abaissé son taux directeur de 25 points de base en février, avant de le maintenir inchangé en mars. L'inflation a reculé à 2,8 % en février, alors que l'économie continue de faire face à des ajustements de politique budgétaire.
- **Japon:** La Banque du Japon a relevé ses taux de 25 points de base en janvier, avant de les maintenir en mars. L'inflation a ralenti à 3,7 % en février, mais reste élevée, notamment en raison des inquiétudes liées aux tarifs douaniers américains qui pèsent sur les perspectives économiques.
- **Chine:** En janvier, la Banque populaire de Chine (PBOC) a annoncé l'adoption d'une politique monétaire modérément accommodante, accompagnée d'injections significatives de liquidité dans le système bancaire. La croissance du PIB au T4 s'est établie à 5,4 %, bien qu'elle soit confrontée à des vents contraires en raison des tarifs américains.

US TREASURY YIELDS

Au cours du trimestre, les rendements des obligations d'État américaines ont reculé sur l'ensemble de la courbe, en particulier entre les maturités 2 ans et 10 ans, le 2 ans est passé de 4,24 % à 3,88 %, le 10 ans de 4,57 % à 4,21 %, tandis que le 20 ans a chuté de 4,86 % à 4,60 %.



Source: MCB PWM, Bloomberg

Cette baisse généralisée s'explique par une forte demande pour les actifs « refuges » et des anticipations de baisse des taux, dans le sillage de l'annonce de nouvelles barrières tarifaires par l'administration Trump